

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15620081152065

UDC _____

厦门大学

_____硕士_____学 位 论 文

我国货币政策的工具规则约束研究

——基于宽松货币政策退出视角

Instrument rule constraint research on monetary policy in China

——based on the loose monetary policy exit perspective

厉增业

指导教师姓名: 许文彬 教授

专 业 名 称: 金融学

论文提交日期:

论文答辩时间:

学位授予日期:

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 月

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博士论文摘要库

摘 要

货币政策的相机抉择与规则之争由来已久，但实践中各国货币当局还是采纳相机抉择政策。目前货币当局实施的是货币政策规则约束下的相机抉择，以规则约束强化货币当局信誉，提高货币政策的可信度与透明度，从而控制通货膨胀。

本文认为相机抉择可分为宽松货币政策实施与政策退出两个交替的过程，货币当局在面临譬如亚洲金融危机、次贷危机等冲击时，采取宽松货币政策刺激经济、增加就业，并在经济复苏后完成退出。但是，纵观各国相机抉择的政策历史，往往表现为宽松政策实施时较为主动，而在退出时犹豫不决，造成实际上的非对称性。次贷危机的爆发，与美联储在 2002-2005 年没有完成上一轮政策的及时退出存在关联，低利率环境造就地产繁荣。作为工具规则的泰勒规则与麦卡勒姆规则较之目标规则的约束更为严格，在货币政策的退出中施行可以提高当局政策决策的质量，泰勒对次贷危机前、麦卡勒姆对日本泡沫经济前后的实证检验均印证工具规则有助于帮助当局寻找最佳的政策退出时机。

基于我国实证，泰勒规则并不理想，以格兰杰因果检验发现政策操作主要关注产出缺口而对通货膨胀关注不足，货币政策主要还是依赖于数量型而较少使用价格型调控政策，使得利率对于通货膨胀和产出缺口的反馈并不明显。在麦卡勒姆规则下我国货币政策调控呈现顺周期，货币供应量增长同向于产出缺口变动，货币政策的调控效果并不理想，并存在 2007 年的结构性断点。外汇占款因素与货币的内生化可能是导致货币政策调控呈现顺周期化的原因，为了提高货币政策调控的效果，未来我国的货币政策应该逐步从数量型调控向价格型调控转变。

关键词：泰勒规则；麦卡勒姆规则；相机抉择

Abstract

Although debate on rules versus discretion in monetary policy-making has been lasting for a long time, the monetary authority in the world employs discretionary policy in practice. Presently, the monetary authority employs discretion under the rules' constraint, using rules constraint to stress monetary authority's reputation, in order to promote the credibility and transparency of monetary policy to control inflation.

This paper argues that discretionary policy can be divided into loose monetary policy implementation and the policy exit two alternating process. When monetary authority confront the occasions such as the Asian financial crisis or the subprime mortgage crisis shock, central bank implements loose monetary policy to stimulate the economy and increase employment, then exiting after the economy recovery. However, throughout the history of discretionary policy in various countries, monetary authority implements loose monetary more active comparing to policy exit period, leading to the asymmetry in practice. There are linkage between the Fed's last loose monetary exit and housing bubble during 2002-2005 years. Comparing to target rules, Taylor rule and McCallum rule of the instrument rule are tighter. As a result, it can improve the effect of monetary policy-making during loose monetary policy exit. Taylor studied the subprime mortgage crisis and McCallum studied Japanese economy bubble period, empirical test proof that instrument rule could help monetary authority to search the best policy exit time.

Through empirical test, Taylor rule is not ideal, the Granger-causality test showed that policy operations focus on output gap, lacking of concern about inflation. Monetary policy mainly depended on the quantity policy instrument, not on the interest policy instrument. As a result, the feedback between interest rate and inflation or output gap was not obvious. Under the McCallum rule, monetary policy was pro-cyclical in China, money supply growth changing with output gap in the same direction, leading monetary policy operation to failure. What's more, there was a structural break of 2007 in the model. Foreign exchange problem and currency endogenous factor may cause it. Therefore, monetary policy should gradually change from quantity monetary control to rate regulation.

Keywords: Taylor rule; McCallum rule; Discretion

目 录

1 引言	1
1.1 问题的提出背景与现实意义	1
1.2 货币政策规则与货币政策退出文献综述	2
1.2.1 货币政策规则文献综述	2
1.2.2 货币政策退出的综述	6
1.3 本文的研究框架	8
1.4 研究方法与创新之处	9
1.5 本文的不足与未来发展的方向	10
2 货币政策规则约束下的相机抉择	12
2.1 相机抉择与规则约束的理论之争	12
2.2 规则约束下的相机抉择货币政策实践	14
2.3 宽松货币政策退出中的工具规则	16
3 货币政策工具规则	18
3.1 货币政策工具规则的发展——弗里德曼规则	18
3.2 货币政策工具规则的发展——麦卡勒姆规则	19
3.2.1 麦卡勒姆规则的原式	19
3.2.2 麦卡勒姆规则的扩展	20
3.2.3 麦卡勒姆规则的评价	21
3.2.4 相机抉择中的麦卡勒姆规则	22
3.3 货币政策工具规则的发展——泰勒规则	22
3.3.1 泰勒规则原式	22
3.3.2 泰勒规则的改进	23
3.3.3 泰勒规则的评价	25
3.3.4 相机抉择中的泰勒规则	25
3.4 我国货币政策相机抉择工具规则的选择及其重要性	26
4 货币政策工具规则的实证检验	28
4.1 麦卡勒姆规则的中国检验	28
4.1.1 样本数据的选择与处理	28
4.1.2 麦卡勒姆规则下我国基础货币反应函数检验	33
4.1.3 麦卡勒姆规则基础货币反应函数的改进	34
4.1.4 基于通货膨胀率的麦卡勒姆规则	36
4.2 泰勒规则的中国检验	37
4.2.1 样本数据的选择与处理	37
4.2.2 泰勒规则反应函数的构建	39
4.2.3 名义利率、通货膨胀率、产出缺口的格兰杰因果检验	42
4.3 工具规则实证结果分析	43
4.4 麦卡勒姆规则与泰勒规则的模型再检验	44
4.5 小结	46

5 结论及建议	49
5.1 结论.....	49
5.2 相机抉择宽松货币政策退出的政策建议	50
参考文献	56
致 谢	60

厦门大学博士论文摘要库

CONTENTS

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Question Proposed and Practical Significance	1
1.2 Literature Review of Monetary Policy Rule and Monetary Policy Exit....	2
1.2.1 Literature Review of Monetary Policy Rule	2
1.2.2 Literature Review of Monetary Policy Exit.....	6
1.3 Research Framework of This Paper.....	8
1.4 Research Methods and Innovation.....	9
1.5 Insufficiency and Direction for Further Research	10
Chapter 2 The Discretion under the Monetary Policy Rule' s	
Constraint.....	12
2.1 Controversy of Rule and Discretion in Theory	12
2.2 The practice of Discretion under the Rule's Constraint.....	14
2.3 Instrument Rule in Loose Monetary Policy Exit	16
Chapter 3 Monetary Policy Instrument Rule	18
3.1 The Development of Instrument Rule—Friedman Rule	18
3.2 The Development of Instrument Rule—McCallum Rule.....	19
3.2.1 The Standard McCallum Rule.....	19
3.2.2 Modification of the McCallum Rule.....	20
3.2.3 Comments on McCallum Rule.....	21
3.2.4 McCallum Rule in the Discretion	22
3.3 The development of instrument rule—Taylor rule	22
3.3.1 The Standard Taylor Rule	22
3.3.2 Modification of the Taylor Rule.....	23
3.3.3 Comments on Taylor Rule	25
3.3.4 Taylor Rule in the Discretion	25
3.4 The Selection and Importance of Instrument Rule during Discretion in China	26
Chapter 4 The Empirical Tests of Instrument Rule in China	
.....	28
4.1 The Empirical Test of McCallum Rule in China.....	28
4.1.1 Selection and Treatment of Sample Data.....	28
4.1.2 Empirical Test of McCallum Rule Reaction Function in China	33
4.1.3 Modified Empirical Test of McCallum Rule in China.....	34
4.1.4 Tests based on Inflation Rate McCallum Rule.....	36
4.2 The Empirical Test of Taylor Rule in China.....	37

4.2.1 Selection and Treatment of Sample data.....	37
4.2.2 Establishment of Taylor Rule Reaction Function	39
4.2.3 The Granger-causality Test on Normal Rate, Inflation Rate, Output Gap	42
4.3 Empirical Test of Instrument Rule Result Analysis.....	43
4.4 Further Empirical Test on McCallum and Taylor Rules.....	44
4.5 Summary.....	46
Chapter 5 Conclusion and Policy Recommendation.....	49
5.1 Conclusion	49
5.2 Policy Recommendation	50
Reference.....	56
Acknowledgement.....	60

1 引言

1.1 问题的提出背景与现实意义

货币政策的“相机抉择”与“货币规则”论战由来已久，虽然理论上巴罗，戈登（Barro, Gordon, 1983）^[1]证明在相机抉择下，产出并没有系统性提高，而全社会要付出高通货膨胀的代价，因此规则优于相机抉择，但各国货币当局实践中却遵循着相机抉择原则。正如雷曼事件后金融危机升级，相机抉择成为各国货币当局共识：美联储推出量化宽松货币政策，三个月内创造出一万亿美元储备，欧洲央行、日本银行、中国人民银行等央行纷纷实施宽松政策。实践中的相机抉择行为可归结为宽松货币政策实施与宽松货币政策退出两阶段的交替：失业率、通货紧缩、经济危机等因素成为相机抉择的触发点，货币当局基于稳定产出、减少失业考量而使货币供给加速，创造宽松的流动性环境以刺激经济复苏；而经济走出衰退后，宽松政策本身的通货膨胀效应又迫使货币当局进行政策退出——取消刺激政策甚至使用紧缩政策修正流动性的超速增长，使货币供给回归常态水平。

这一循环交替中，在货币当局防止经济出现萧条、政府与公众减少失业诉求的推动下，当局在实施宽松政策上一般较为主动、及时，而在政策退出上较为犹疑。政府存在通货膨胀偏好，公众对失业率与通货膨胀率的敏感程度不同(失业率是显性直接的，而通货膨胀则隐蔽且时滞化)，使得公众的反馈强度存在差异，以及货币当局本身对于退出认识与执行存在时滞，均导致政策退出不如宽松货币的实施果断，整个相机抉择过程是非对称性的，这正是规则论者对相机抉择通货膨胀代价批评的着力点。因此，宽松政策的退出至关重要，决定了货币当局相机抉择的有效性与正确性。缺乏退出机制与退出约束的相机抉择将导致相机抉择无效，因而货币当局在采纳相机抉择作为行动准则的同时吸纳货币规则的理论成果，当前的货币政策事实上是规则约束下的相机抉择。西方国家货币当局一般会公开或者非公开地遵循一定的约束目标，譬如较多国家采用通货膨胀目标制、美联储货币政策行为则隐含着泰勒规则。

货币规则约束可分为目标规则与工具规则，两种规则的理论发展均试图为货

币政策建构一个可循、透明、纪律化的范式,从而遏制相机规则存在的负面效应。货币政策工具规则是对货币政策松紧变动的拟合与评价,在宽松政策退出中提供退出时机和退出效果的指示,因此既可作为货币当局的政策参考,也可作为公众对货币政策走向的预期。美联储货币政策的行为,通过经济学家不断地研究是遵循着泰勒规则范式的。反思本次金融危机,泰勒等学者认为美联储在这一阶段的政策背离泰勒规则,联邦基金利率脱离一直较好吻合的规则利率。2001 年实施宽松货币后因害怕通货紧缩,宽松政策没有适时适度退出,导致 2002-2005 年间美联储联邦基金利率远低于泰勒规则下的利率,引发地产泡沫酿成危机,在政策退出上背离泰勒规则。危机前的这一轮相机抉择表现为宽松有余而退出不足,相机抉择冲破泰勒规则藩篱,而美国经济为躁动的流动性付出了更大周期性波动的代价。由此可见,在宽松政策退出中的工具规则约束重要性不言而喻,工具规则可作为相机抉择政策转向的勒马缰绳,有助于货币当局捕捉最佳退出时机。本次规模空前的量化宽松货币政策实施后,美联储在退出还是继续宽松上举棋不定,遭致外界批评,退出不当则又会是新一轮危机的源头。因此,将工具规则约束融合于相机抉择宽松政策退出环节,可以提高货币当局相机抉择的有效性并增强当局的政策信誉,避免相机抉择重蹈本次金融危机的覆辙。

我国目前采取的货币政策主要是控制货币供应量 $M1$ 、 $M2$, 货币政策相机抉择通过调控 $M1$ 与 $M2$ 增速、银行信贷规模来实现,然而在政策退出中并没有譬如通货膨胀目标制或者泰勒规则、麦卡勒姆规则等规则化、显性化约束,带着格林斯潘式的“神秘”。从货币政策决策透明化与货币当局政策声誉要求角度看,这种不可捉摸的相机抉择并不可取。我国学者一直致力于麦卡勒姆规则和泰勒规则等工具规则的中国应用,寻找中国货币政策内在遵循了怎样的操作规律。在当前货币政策退出背景下,本文在已有文献基础上研究中国相机抉择的政策工具规则约束,具有理论和现实的双重意义。

1.2 货币政策规则与货币政策退出文献综述

1.2.1 货币政策规则文献综述

现代意义上的货币政策规则命题最早由西蒙斯 (Simons,1936)^[2]提出,《货币政策的规则与当局之争》是对货币当局相机抉择货币政策如何进行约束的探

索。西蒙斯将货币政策规则定义为目标规则和工具规则，经过学者的发展阐释，目标规则是指货币当局可以采取各种政策工具达到所需要的特定参照目标，而工具规则是指更严格约束货币当局的行为，限定货币政策的政策工具。金汇兑本位下，由于各国要维持本国货币含金量，黄金输入点和黄金输出点约束了货币当局货币政策操作空间，是一种汇率目标规则。由于盯住汇率的目标规则面临内外失衡压力，最终隐含“金汇兑脚镣”的布雷顿森林体系瓦解，美国等国家转向利率目标规则。但利率目标规则下货币政策实践并未达到抑制通货膨胀的目标，随着货币主义兴起，货币当局目标规则转向货币供应量目标规则。由于金融创新使得货币供应量与经济增长间的关系发生变化，西方国家又转向通货膨胀目标制。20世纪90年代后，新西兰、加拿大、英国、瑞士和澳大利亚等国家采取通货膨胀目标制，将货币政策的操作目标设定在一定的通货膨胀率目标上。美联储虽然没有公开表示实施通货膨胀目标值，但是泰勒等人的研究发现美联储的货币政策隐含通货膨胀目标。

货币政策工具规则理论发展经历三个阶段。弗里德曼通过对美国1867-1960年货币史的研究，认为应该采取稳定货币供应增长率的货币政策。货币供应量在短期内是内生变量，名义收入和其他内生变量都会受到货币供给量的影响，但是长期而言货币供应量则是外生变量，只是影响名义收入。所以弗里德曼反对随意的货币政策，而应采取单一规则。

在弗里德曼单一规则基础上，麦卡勒姆（McCallum, 1984）^[3]提出以名义收入为目标，基础货币作为操作工具的货币政策工具规则。考虑到基础货币流通速度波动对实际基础货币增长率的影响，将货币流动速度调整项引入规则公式。贾德和莫特利（Judd, Motley, 1991）^[4]扩展麦卡勒姆原式，将名义收入目标分解为真实收入目标和通胀目标并利用1960-1989年美国的货币政策实践数据，在凯恩斯模型、真实商业周期模型和向量自回归模型中进行规则稳定性检验，得出使用规则比不使用规则可以降低通货膨胀波动率、并使平均通胀率为零的结论。杜克尔（Dueker, 1993）^[5]使用一系列解释变量来预测货币流通速度变动趋势，模型参数随时间进行变化，使麦卡勒姆规则满足货币流通速度频繁变化的经济环境。克劳肖尔和斯塔克（Croushore, Stark, 1995）^[6]利用1963-1993年的历史数据，在凯恩斯模型、理性预期模型下模拟结果表明麦卡勒姆规则总体表现良好，

按照规则操作可以使平均真实产出接近潜在水平,而通货膨胀率要低于实际通胀水平。

泰勒 (Taylor, 1993^[7], 1999^[8]) 以西方七个国家的经济计量模型为参照, 研究美联储货币政策的反应规则, 该规则是关于美国联邦基金利率对通货膨胀和产出缺口做出反应的规则。泰勒认为, 美国的货币政策实际上遵循联邦基金利率反应的货币政策规则, 并估算联邦基金利率对通货膨胀缺口、产出缺口的反应系数。克拉瑞达、伽利和哥特勒 (Richard Clarida, Jordi Gali & Mark Gertler, 1998)^[9] 在泰勒规则基础上建立一个前瞻性的货币政策规则, 将目标名义利率定义为预期通货膨胀率、产出缺口的一个函数。以 1979 年为分界, 通过检验前后两期美联储货币政策, 在 1979 年以前, 美联储实际上遵循适应性预期政策, 名义利率随通货膨胀率作出调整, 名义利率调整幅度小于公众通货膨胀预期, 造成实际利率过低, 无法有效控制通货膨胀; 而 1979 年之后, 美联储因为持续的通货膨胀压力, 实际上遵循前瞻性货币政策规则, 将预期通胀水平纳入名义利率的反应函数, 名义利率的上升超过预期通胀水平, 使实际利率维持在合理水平上从而控制通货膨胀。贾德, 路德布斯 (Judd, Rudebusch, 1998)^[10] 将历史分析法和反应函数法相结合, 分析美联储、英格兰银行、德意志联邦银行、日本银行等货币当局货币政策的操作历史, 估算央行的反应函数。米什金 (Mishkin, 1999)^[11] 在泰勒规则中引入利率平滑因子, 平滑处理后的利率既保持利率波动的延续性又体现对当期通货膨胀的反馈。

近几年关于泰勒规则与麦卡勒姆规则的研究集中于规则的适用性和应用性研究。麦卡勒姆 (2003)^[12] 对日本 1991 年-2001 年的货币政策进行检验, 分析麦卡勒姆规则与泰勒规则对日本货币政策的解释能力, 发现泰勒规则对于日本的解释效果并不理想, 而麦卡勒姆规则表现更优秀。泰勒 (2007^[13], 2009^[14]) 利用泰勒规则分析美国货币联邦利率走势, 发现本次金融危机前 2002 年-2005 年间, 联邦基金利率低于泰勒规则值下的利率, 因而货币政策过于宽松下的低利率是地产泡沫的原因之一。伯南克 (Bernanke, 2010)^[15] 对美联储这一期间货币政策过于宽松的质疑进行辩护, 认为货币政策与住房泡沫并不存在直接联系, 住房泡沫主要是由于住房证券化等行为的监管不足造成。由于货币政策存在滞后影响, 政策制定者对通货膨胀的反应要区分暂时影响与长期持续影响, 通货膨胀中

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库